

株式会社化した米生保会社の市場評価について

欧米では、この数年株式会社化・上場する保険相互会社が相次いでいる。上場後、各社は市場でどのように評価されているのだろうか。2000年4月に株式会社化・上場したメットライフをはじめ米保険会社の動向から、市場にデビューする保険会社の問題点と課題を整理する。

1. メットライフの株式会社化と市場評価

1) メットライフの株式会社化・上場

メトロポリタン生命保険（以下メットライフ）は1868年創立、総合力で1世紀以上にわたり米生保業界に君臨した名門である。1999年の保険料収入は120.8億ドル、総資産2,252.3億ドル、契約者数約1,200万人と、国内最大の事業規模を誇っている。

ステイタスと事業規模を誇る一方で、同社は長く「官僚主義的で動きの鈍い」生保相互会社の象徴とされてきた（*Business Week* 誌）。極めて保守的な運用スタンスをとる同社の運用利回りは他社に比べて見劣りし、上場生保で10～20%あるROEは1998年末で9%前後に留まっていた。それでも対外的に説明義務のない相互会社では、危機感は薄く本格的な経営改革には踏み切れずにいた。

1998年4月、証券界で14年のキャリアを持つロバート・ベンモッシュ氏がCEOに指名された。前任者が同氏を指名した狙いは、メットライフを機敏で攻撃的、効率経営を指向する上場会社に変身させることだった。新体制の下、変革の目玉として株式会社化プロジェクトがスタート、半年間の基礎調査を経た同年11月に株式会社化計画を発表した。さらに1年半を費やし、2000年4月4日、メットライフは相互会社から株式会社に転換、翌5日にニューヨーク証券取引所（NYSE）に株式を上場した。

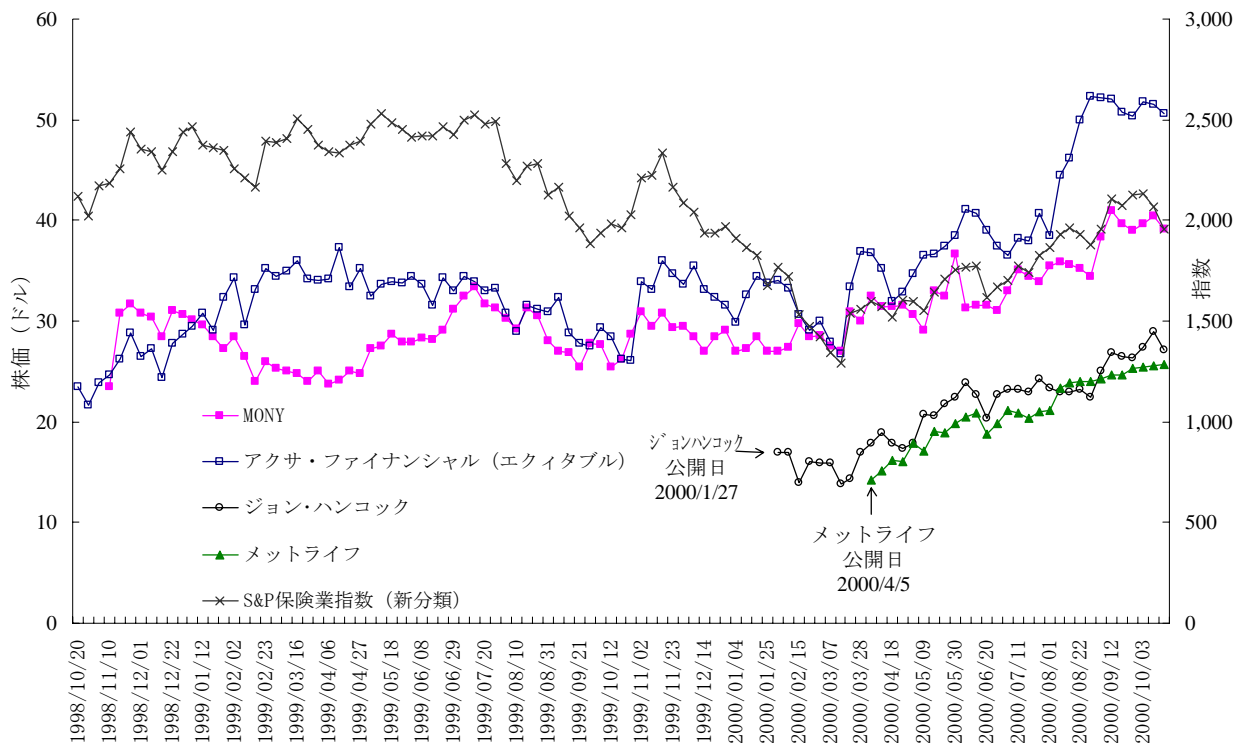
2) 株式市場の反応

当初、米生保最大となる公開案件への市場の期待は大きかったが、最終的な公開価格は14.25ドルと、1998年11月に公開した中堅生保MONY（23.50ドル）よりも低く設定された。金利上昇懸念やオールドエコノミー銘柄の低迷が重なり、同社の公開条件は少なからず譲歩を余儀なくされたと考えられる。

■ 資本市場クォーター 2000年 秋

上場後もメット株が大きく上げることはなかった。今夏にはオールドエコノミー銘柄への揺り戻しがみられたが、同社株は、株式会社化前には財務基盤が脆弱だったエクイタブル（1992年7月上場）、MONYと比べてもなお見劣りしている（図1）。

図1 株式会社化した米上場生保会社の株価動向



(出所) Bloomberg Weekly

2000年8月9日、メットライフは株式会社として初の公表決算となる第2四半期決算（4～6月期）を発表した。保険料等収入は前年同期比43.4%増の45.6億ドル、税引後業務利益（after-tax adjusted operating earnings）は同18%増の3.7億ドルとなるなど、スタートに相応しい好決算となった（表1）。これを受けベンモッシュ氏は、株式会社化・上場という経営戦略の成功を強調、今後の事業展開に強い自信を示した。特に好調な個人変額保険、法人向け団体、健康保険を核に保険販売を伸ばしながら、総合金融化に注力する方針を発表した。

決算発表日の8月9日は前日比56セント安の22.75ドルで引け、その前後1週間の株価（8月1～17日）も21～23ドルと大きくは動かなかった。好決算にも市場の反応は冷ややかだった。

表1 米メットライフの第2四半期決算の概要

(百万ドル・百万株)

【損益データ】			【その他財務データ】			【バランスシート】		
	2000年	1999年		2000年	1999年		2000年	1999年
保険料等収入	4,564	3,182	調整後業務利益	374	317	一般勘定資産	181,119	160,291
純投資収益	2,924	2,497	ネット業務利益	47	—	分離勘定資産	73,706	64,941
その他収益	677	574	純損失	▲115	▲120	資産合計	254,825	225,232
収益合計	8,165	6,253	運用資産:10億ドル	421	364	負債	146,208	131,677
保険金等支払	4,747	3,659	変額商品保険料	154	98	(責任準備金)	140,515	124,955
契約者勘定	724	598	年金	1,489	1,197	分離勘定負債	73,706	64,941
その他費用	2,447	2,002	投信販売高	1,164	984	その他負債	20,344	14,924
費用合計	7,918	6,259	平均発行済株数	780.1	N.A.	資本	14,567	13,690
税引前業務利益	247	▲6	調整後EPS	0.48	見積0.40	(自己株式)	▲214	—
法人税等	200	▲6				負債・資本合計	254,825	225,232
ネット業務利益	47	—						
調整後業務利益	374	317						

注) 株式会社化費用の一部 (1.29億ドル), 株式会社化に伴う国外契約者への補償支払 (3.27億ドル) といった必要経費を計上したことで, 最終損益は1.15億ドルの損失となった

(出所) 同社プレスリリースより野村総合研究所作成

市場環境など上場のタイミングはよくなかったにせよ、名門メットライフ自身、上場後半年間の株価は必ずしも容認できる水準ではなかっただろう。強力なブランドと顧客基盤を有し、経営の変革を表明する同社について、市場は何をネガティブ要因とみなしたのだろうか。次にウォール街の保険アナリストや業界関係者の見解を整理した。

2. メットライフのネガティブ要因

1) 払拭しきれない官僚体質

CEO 就任後、ベンモッシュ氏は 1994 年の不正販売発覚で低迷していた販売部門の再建、証券界の先端的なマーケティング、コンプライアンス、システムの導入を進めた。だが市場は、同社が数十年続いた官僚主義的なイメージを払拭するには、なお時間がかかると考えている。経営トップが急進的な変革を唱えても、他の経営陣、従業員を 1 つにまとめるのは至難である。

2) コスト削減の余地

ベンモッシュ氏は、1998 年 9 月に内勤職員 (19,500 名) の約 10% の削減計画を発表する

■ 資本市場クォーター 2000年 秋

など、大胆なコスト削減を行ってきた。だが、投資家はなおコスト削減の余地は残されていると考えている。

メットライフの多角化は、1972年の損保参入から本格化した。1980年代には、アメリカン・エクスプレス、シアーズ・ローバックなど保険業への新規参入者やプルデンシャル保険に対抗し、リース、コンピュータ、不動産・ホテル経営と事業を拡大していった（表2）。無計画な多角化で結果的にグループの求心力を失い、シナジー効果は十分出せなかった。ジャンク債市場の暴落、商業用不動産価格の下落に伴い、1990年代は不採算事業を次々と売却したが、負の遺産は大きかった。投資家はなおいっそうのリストラを望んでいる。

表2 米メットライフの主な経営動向（1970年代～現在）

時 期	経 営 動 向
1868.	○創立.
1972.	○メトロポリタン・プロパティ・アンド・ライアビリティ社（損保子会社）を設立.
1978.	○DTSS社（データ・サービス）を買収.
1983.	○ステート・ストリート・リサーチ社（投資顧問）を買収.
1983.	○シーファースト・リーシング社（リース）を買収.
1985.	○センチュリー21社（不動産仲介）を買収. ○メトロポリタン・ヘルスケア・マネジメント（健康医療・ヘルスケア）社を設立.
1986.	○ファースト・ジェネラル・インシュランス（損保会社）を買収. ○マネジメント・アソシエイツ社（ホテル運営）を買収.
1987.	○テキサス・ライフを買収（独立代理店チャネルの拡大）.
1989.	○J.C.ペニー・カジュアルティ（損保会社）を買収.
1991.12.	○生保有契約高が米国生保会社で初めて1兆ドルを突破.
1992.1.	○エグゼクティブ・ライフ・オヴ・ニューヨークの年金部門を買収.
1993.4.	○ハリー・カメン氏がCEOに就任.
1994.1.	○全米13州で保険不正販売疑惑。罰金支払い、保険料払戻し.
1994.3.	○トラベラーズ保険と折半出資で、米最大級の健康保険サービス会社メトラ・ヘルス社を設立.
1994.6.	○トラベラーズ保険の団体保険部門を買収.
1995.6.	○住宅不動産仲介子会社センチュリー21社（1985年買収）を売却.
1995.6.	○ニューイングランド・ミューチュアル・ライフを買収.
1995.7.	○モーゲージ子会社メットモー・ファイナンシャル社を売却.
1997.9.	○カナダ生命に英国現法を売却.
1997.11.	○バンカーズ・トラストの401kプラン事業部門を買収.
1998.3.	○カナダ生命にカナダ現法を売却.
1998.4.	○証券界出身のロバート・ベンモッシュ氏がCEOに就任.
1998.6.	○韓国・大韓生命に10億ドルの資金供与.
1998.8.	○GEキャピタルに商業ローン子会社を売却.
1998.9.	○内勤職員（19,500名）の約10%の削減計画を発表.
1998.11.	○組織形態を相互会社から株式会社に変換することを決定.
1999.2.	○朝日生命と資産運用、投信業務で包括提携.
1999.7.	○損保子会社（MetLife Auto & Home）がセントポール保険の個人保険部門を買収.
2000.1.	○米大手生保ジェナメリカ社（GenAmerica）を買収。これに伴い、同社傘下の再保険大手RGAに58%出資.
2000.4.	○株式会社化、NYSEに上場.
2000.8.	○小規模銀行グラント・バンク（NJ）を買収、2001年1月からの小口銀行業務参入を表明.

（出所）アニュアルレポート、HP、新聞報道より野村総合研究所作成

3) 不明瞭な企業アイデンティティ

ベンモッシュ氏の掲げる総合化戦略に対し懐疑的な見方もある。ある著名な保険アナリストは、①企業のアイデンティティを明確にし、企業価値を高める事業に経営資源を投入すること、②ベンモッシュ氏についていける強力なマネジメントを確立すること、を同社の経営課題にあげている。

例えば2000年1月、メットライフは有力保険グループ・ジェナメリカ（GenAmerica）社を買収、同時にその傘下の大手再保険会社RGAに58%出資し、再保険部門に足場を築くことになった。だが再保険市場は世界的に競争が激化、マージン縮小が著しいことに加え、経験の浅い分野への参入は、メットライフの経営戦略がより不明瞭になったとの印象を与えたようである。

4) 大量の個人株主を抱える保険会社の投資リスク

相互会社時代に個人契約者が多く、株式会社化して大量の個人株主を抱えること自体を嫌気する投資家は多い。個人株主は、多少の株価変動にも動かされやすい。組織変更で大量の個人株主が発生すると、売買が頻繁に発生し株価が大きく変動するが、これが投資リスクとみなされている¹。

また、株式会社化・上場直後に株価が上昇すると、値上がり益目当ての個人による大量売りが発生することがある。これをフローバック（Flow-Back）というが、これまで相互会社、組合形態の金融機関が株式会社化した例では、個人を中心に上場株式の25～30%程度が上場後数日間で売却されている²。大量売却に見合う十分な買いが入らないと、株価低迷が長引くことになる。

メットライフの契約者は大半が個人であり、その分メット株は株価の変動リスクやフローバック・リスクが大きかった。

5) 制度的な問題

(1) 閉鎖勘定

ニューヨーク州保険法は、旧相互会社の有配当型保険契約に係る資産・負債を他の保険契約と区分した閉鎖勘定＝クローズド・ブロック（Closed Block）として、株式会社の一般勘定に移管することを義務づけている。株式会社化後に発生する剰余金を契約者配当として

¹ 1986年11月に株式会社化したユナム社（現ユナムプロビデント社）の場合、公開当初は役職員や一般投資家の投資意欲は旺盛だったが、1年後の株価変動の局面では、株主が5,000名近く減少、株価の下落につながった（1986年末5.60ドル→1987年末4.63ドル）（Best's Review誌）。

² 大量のフローバックが発生した例としては、英住宅金融組合ノーザン・ロック、カナダのサン・ライフがあげられる。株式会社化・上場後数日以内に全株式の各々43%、36%が売却された（野村英現法調べ）。

分配するに際し、保険契約者と株主の利害対立を排除し契約者利益を保護するとともに、旧相互会社の既存契約と株式会社化後に締結された契約の収益の混同を避ける目的からである。クローズド・ブロックでは、株式などリスク性資産への投資は抑制され、国債、現預金、貸付といった低リスク資産を中心とした保守的な運用方針がとられる。

メットライフの場合、1999年末現在の一般勘定資産約1,600億ドルのうち、クローズド・ブロックが353億ドル(22%)を占めている。この勘定の運用利回りは、相当低くならざるをえない。一般にこの勘定が大きいほど、保険会社のROEは低くなる。

(2) 買収禁止条項

州保険法は、「組織変更後5年間は、州保険監督官の事前承認なしに、直接・間接に当該保険会社の議決権株式を5%以上取得することを禁ずる(ニューヨーク州)」といった買収禁止条項を設け、株式会社化後一定期間(通常3~5年間)は特定の者が大株主となることを禁止している。一般に相互会社はROEが低く、株式会社化直後に格好の買収対象となりやすい。

この条項の存在により、買収への期待感(take-out premium)から株価上昇を見込むことは難しくなる。この条項は、公開当初の株価を下げる要因とみられることが多い。

アナリストらがメットライフのネガティブ要因として特に問題視したのは、同社が総合化戦略を前面に出しすぎ、主力事業や将来の展望がぼやけてしまったことである。この点を克服しないと、同社株が積極的に推奨されることは難しかった。それでは、株式会社化・上場した他社を含め、株価の維持・改善に成功する保険会社は、市場に自社の何をどのように訴えているのだろうか。

3. 米保険会社の株価維持・改善策

1) 明確な経営戦略と社内体制のアピール

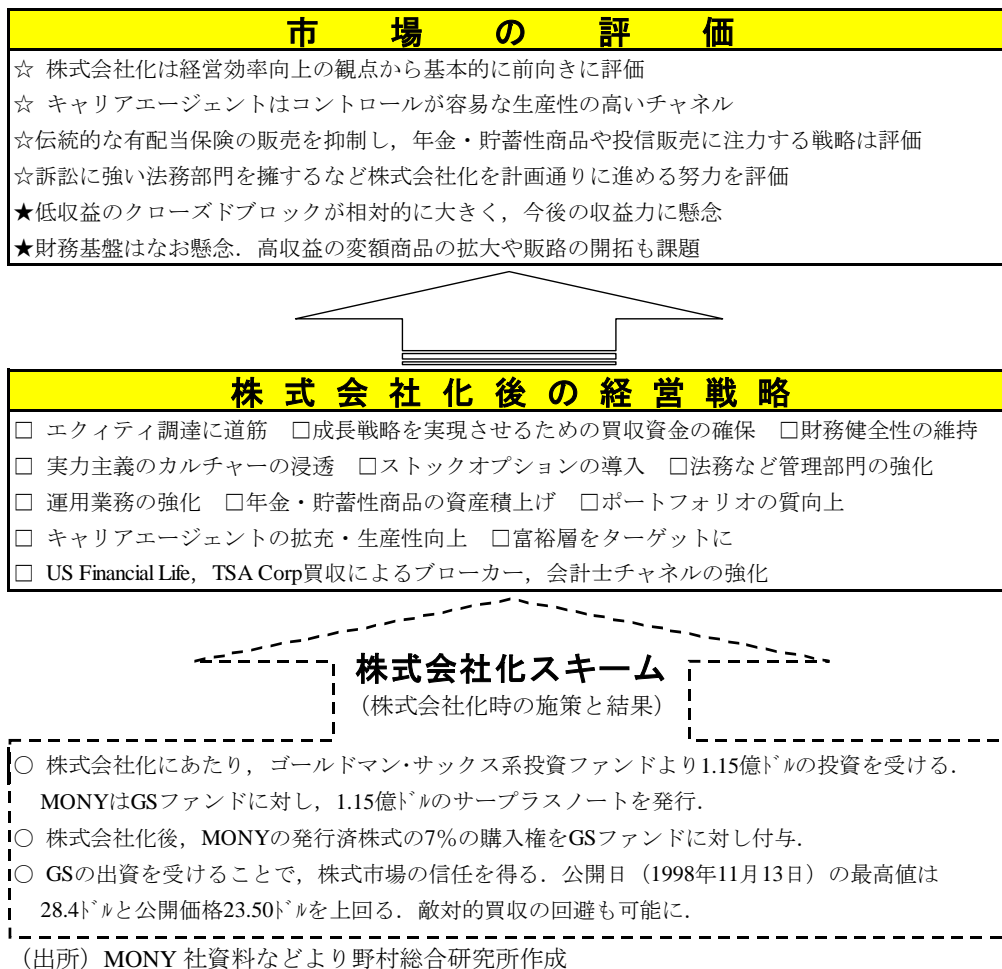
中堅生保のMONY(1998年総資産249.5億ドル)は、株式会社化・上場の成功事例とってよかろう。MONYは、1980年代後半の過剰なジャンク債投資が破綻し経営が悪化、1992年にはムーディーズが同社を「A2」から「Baa1」に格下げした。1990年代半ば、同社は株式会社化を画策、それに先立ちゴールドマン・サックスの投資ファンドより1.15億ドルの資金を受け入れ、同ファンドに7%を上限とする株式購入権を付与した。MONYはゴールドマンの出資を受けることで市場の信任を得、その後株式会社化・上場を円滑に進めることができた。

同社は併せて、法務部門を拡充して株式会社化に伴う訴訟に備え、手数料なしで株式売

却を扱う便宜（Commission Free Scheme）を設けて、大量に発生した少額個人株主の減少に努めた。円滑な事務に向けた周到な準備は、株式会社化が当初の計画通りに進んでいるか、その過程で起こる問題への対応能力があるか、といった点を重視するアナリストからの評価を大いに高めた³。

組織変更後も、キャリアエージェントの生産性向上、国内有力ブローカー買収によるチャネルの多様化、年金・貯蓄性商品や投信の販売強化を重点戦略においた（図2）。MONYの目指す方向は、販売網拡大と商品構成の組み替えであることを明確に市場にアピールすることに成功した。この1年間をみると、株価は30～40ドルで推移、市場の評価は安定している。

図2 米 MONY の株式会社化戦略



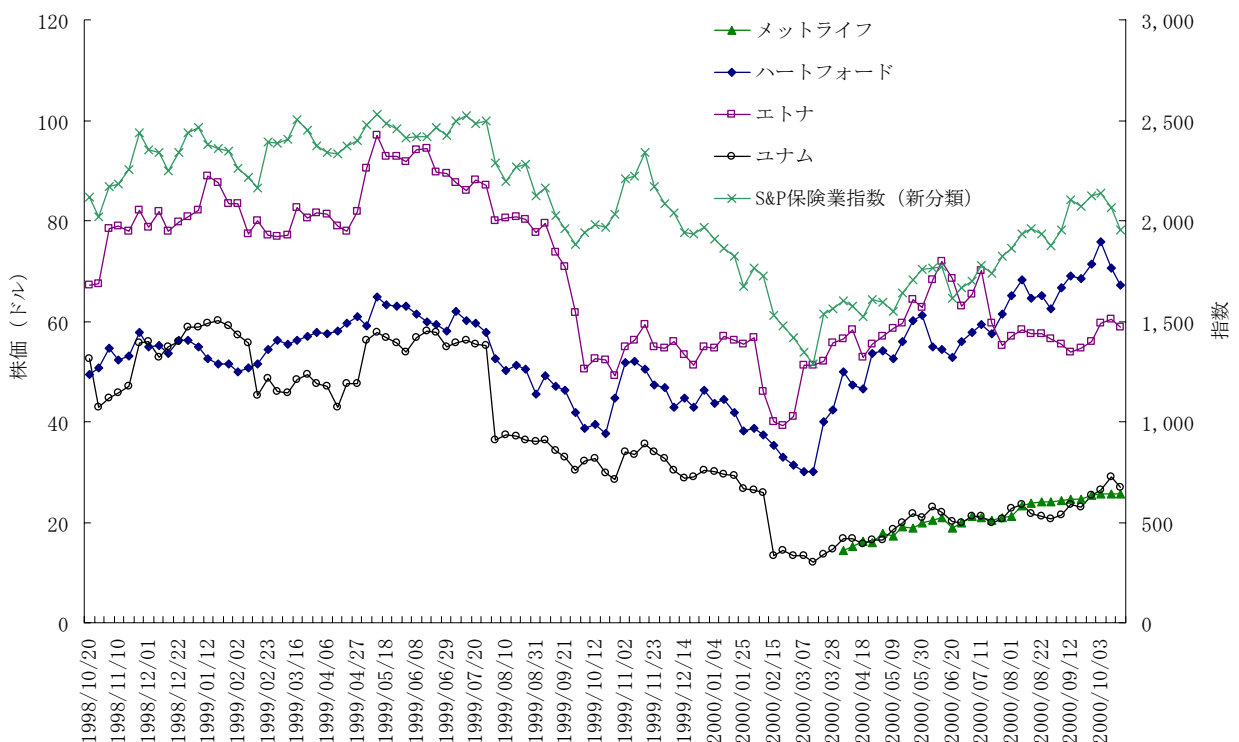
³ジョン・ハンコックの株価が上場後低迷した理由の1つに、株式会社化に伴い旧社員が喪失する社員権の補償額をめぐる契約者が起こした訴訟への対応の不備があげられる。

2) 特化型戦略を通じた企業アイデンティティの主張

米国には1,500~1,600社の生保会社、3,000社以上の損保会社が存在する。その中で市場の評価を勝ち得るのは、経営戦略とその進め方を明確に示すとともに、強い自己主張と企業アイデンティティを持った保険会社である。規模にかかわらず、特化戦略を掲げて内外に自社の中核事業や商品をアピールし、その市場で着実に業績を伸ばす企業は、アナリストの評価を得やすい。

ハートフォード、エトナといった米国の代表的な特化型保険会社の株価は、過去2年間概ね40~100ドルで推移している(図3)。ハートフォードは変額年金、エトナはヘルスケア、ユナムプロビデントは長期障害所得補償保険(就労不能保険)で、全米トップのシェアを堅持している。金利上昇に伴う株価下落の懸念、医療保険市場の低迷など経営環境は平穏ではないが、特化型保険会社は、自社の戦略、アイデンティティを明確に株式市場に説明できる強みを持っている。

図3 米国の特化型保険会社~ハートフォード/エトナ/ユナム~の株価動向



保険会社	特徴
ハートフォード	変額年金で全米トップ
エトナ	医療・ヘルスケアで全米トップ
ユナムプロビデント	個人・法人向け長期障害所得補償保険で全米トップ

(出所) Bloomberg Weekly

ただ一方で、特化型保険会社は徹底した効率化を余儀なくされ、戦略そのものは大きな市場の変化に即応しにくい。また、ユナムプロビデントの株価推移をみてわかるように、特化型保険会社であっても適正な市場対応を迫られることに変わりはない。

米国の株式会社は四半期ごとに業績を発表するが、それと企業、アナリストの業績予想の乖離は即株価に反映される。同社の1999年第2四半期業績は企業やアナリストの予想を大きく下回ったが、これを機に株価は急落した(1999/8/2終値51.6ドル→翌日終値36.3ドル)。企業が株式市場と向き合うには、的確な業績見通しと効果的な説明、日々のIR活動など膨大な労力を要することには留意すべきであろう。

メットライフに話を戻せば、今後は、①投資家の興味を引く事業戦略を次々に打ち出し、②それを着実に実行して業績に反映させ、③基本的な社内体制作りなど企業努力とともに、業績向上を効果的に市場にアピールする、といった経営姿勢が求められるということであろう。

8月半ば、メットライフはニュージャージー州の小規模銀行グランドバンク(1999年2月開業・総資産8,000万ドル)の買収を発表した。銀行免許を取得し、リテール銀行業務を電話やインターネットを通じて全米で展開する計画である。単なる多角化でなく、従来からの強みであるリテール向けサービスの拡充策の一環であることが市場に理解され、銀行業進出は前向きに評価されているようである。発表日2000/8/16の同社終値23.5ドルは、その後緩やかに上昇し、9月下旬には27ドルを超えている。

4. わが国への示唆

わが国においても、保険相互会社の株式会社化は急速に現実味を帯びつつある。2000年6月には保険業法が改正され、いわゆる「端株一括売却制度」の導入など株式会社化を容易にする法整備が行われた。数年後の株式会社化・上場を表明する国内生保も現れている。規制緩和に伴う他業進出、資本力充実をにらむ保険相互会社には、株式会社化は将来の重要な経営戦略上の選択肢となりうる。

米国ではメットライフに続き、2001年前半にプルデンシャル生命保険の株式会社化・上場が予定されている。メットライフに並ぶ巨大保険会社の市場デビューは、内外の注目を集めている。主要な米国保険会社の株式会社化後の戦略や株価動向は、わが国保険会社が組織変更や上場を検討する際の重要な判断材料となる可能性は高い。

今後、わが国保険会社が組織変更や市場デビューを検討するとすれば、検討段階から自社の経営戦略、将来の事業戦略やアイデンティティを明確にし、積極的に消費者、契約者、そして株式市場にアピールすることが肝要となろう。米保険会社を参考にすれば、

■ 資本市場クォーター 2000年 秋

- ① 将来の事業戦略や当該事業攻略の見通しの明確化
- ② 自社のアイデンティティの明確化（横並び体質からの早期脱却）
- ③ 事業戦略の遂行やアイデンティティの確立を可能とする社内体制の構築や企業努力（システム開発、法務機能の強化など）
- ④ 上記を市場に的確、効果的に説明する体制の構築（ディスクロージャーの充実、IR体制の整備など）

が求められる。今後打ち出される事業戦略は必ずしも奇抜である必要はなく、顧客ニーズを分析しながら、その利益を最大とすべく自社の得意分野に経営資源を傾けていく方向が望ましいと考えられる。

（漆畑 春彦）